

CSV - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 29 Tháng 10 Năm 2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (VND/cp)	47,800
Giá mục tiêu (VND/cp)	70,000
Upside	45%
Vốn hóa (Tỷ VND)	2,112

TRƯỞNG NHÓM PHÂN TÍCH

Ngô Duy Tài
ndtai@vcbs.com.vn
+84-38 200 751 (Ext: 678)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

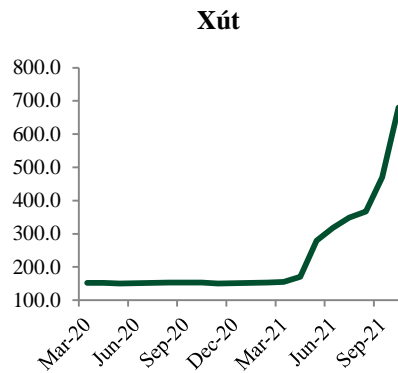
VCBS Bloomberg
Page:<VCBS><go>

CSV - Lợi Nhuận Bùng Nổ Cuối Năm

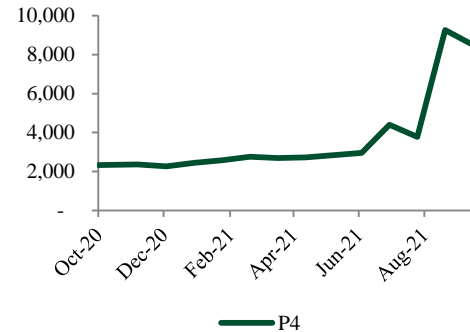
➤ **Giá xút tăng mạnh từ đáy – Tăng trưởng lợi nhuận ở phía trước**

Với chính sách cắt giảm sản lượng xuất khẩu các ngành công nghiệp tiêu tốn nhiều năng lượng và tác động môi trường như hiện tại. VCBS đánh giá, đây sẽ là yếu tố tác động tích cực đến giá sản phẩm xút trong khu vực trong thời gian tới. Cũng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho CSV.

Theo cập nhật mới nhất, giá xút đặc quy về 100% nhập khẩu từ Trung Quốc cuối tháng 10 vào Việt Nam hiện tại đã đạt 890 USD/tấn – cao hơn 2.54 lần so với mức giá trung bình trong nước là 350 USD/tấn.



Diễn biến giá P4 nội địa Trung Quốc



➤ **Công suất tăng 10% nhờ đầu tư bình diện phân mới công nghệ BM2.7**

Tính đến cuối Q3.2021, CSV đã hoàn thành đầu tư mới và đưa vào vận hành hệ thống chính lưu 20KA/520VDC. Đây là tiền đề để CSV lắp đặt thêm bình diện phân mới công nghệ BM2.7 với công suất tăng thêm là 10,000 tấn/năm – tương đương 25% công suất hiện tại của CSV.

➤ **Khuyến Nghị**

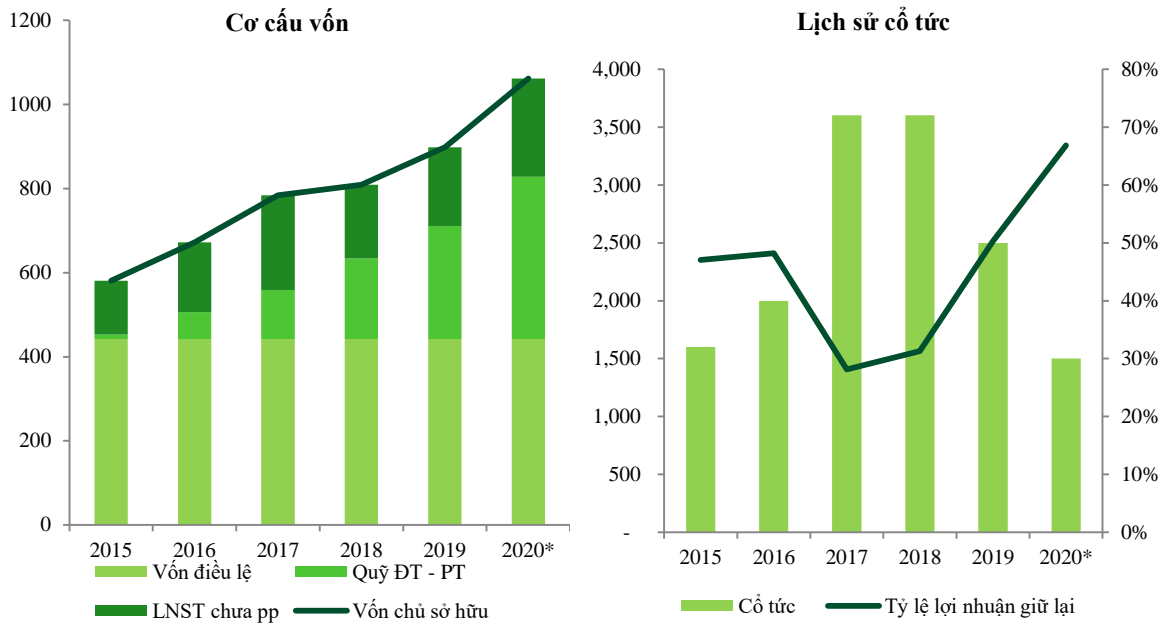
Giá cổ phiếu CSV đã trải qua một giai đoạn tăng trưởng rất tốt nhờ kỳ vọng của thị trường khi giá xút nội địa tăng mạnh lên mức 450-500 USD/tấn trong Q3.2021. Tuy nhiên, ảnh hưởng của dịch COVID – 19 trong Q3 đã tác động mạnh mẽ đến sản lượng bán hàng của doanh nghiệp, điều này là rất rõ ràng vì VCBS đã phân tích các sản phẩm của CSV gắn liền với các chỉ tiêu sản xuất công nghiệp nội địa. Do đó, kết quả kinh doanh của CSV thể hiện sự sụt giảm so với kỳ vọng của thị trường dẫn đến giá cổ phiếu sụt giảm mạnh từ đỉnh trong khi diễn biến giá xút trên thị trường vẫn tiếp tục tăng tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của CSV trong Q4.2021.

VCBS cũng nhận thấy CSV đã ghi nhận hầu hết các loại chi phí có thể trích trước vào KQKD Q3.2021 của doanh nghiệp như chi phí tiền điện, vận chuyển, thuê tài sản và truy thu tiền thuê đất... Với tổng giá trị là gần 14 tỷ.

Do đó, VCBS đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu CSV với mức giá mục tiêu 70,000 VND/cp – tương đương mức sinh lời 45%.

PHÂN TÍCH NĂNG LỰC QUẢN TRỊ

Quá trình tăng vốn Năm 2014, sau khi thực hiện tăng vốn điều lệ từ 245 tỷ lên 442 tỷ để quyết toán các khoản chênh lệch đánh giá lại tài sản sau cổ phần hóa. Cho đến nay, CSV chưa thực hiện tăng vốn trở lại. Tổng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp trong giai đoạn 5 năm từ 2015 – 2019 tăng trưởng với CAGR đạt 13%. Trong đó, hầu hết tăng trưởng vốn chủ sở hữu đến từ sự phình to của quỹ đầu tư phát triển.



Nguồn: VCBS

Tỷ lệ cổ tức tiền mặt giảm cùng với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại gia tăng từ năm 2018 cũng đã cho thấy điều đó. **VCBS nhận thấy hiệu quả kinh tế của việc sử dụng quỹ đầu tư phát triển này đối với CSV trong tương lai sẽ là yếu tố quyết định đến giá trị doanh nghiệp.**

Bộ máy quản trị + Cơ cấu sở hữu

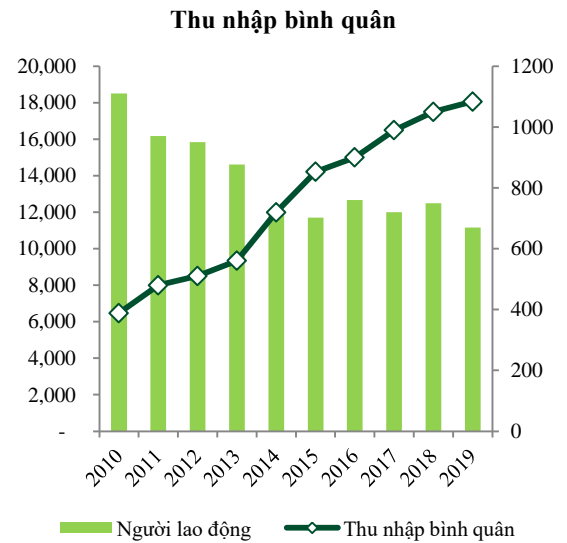
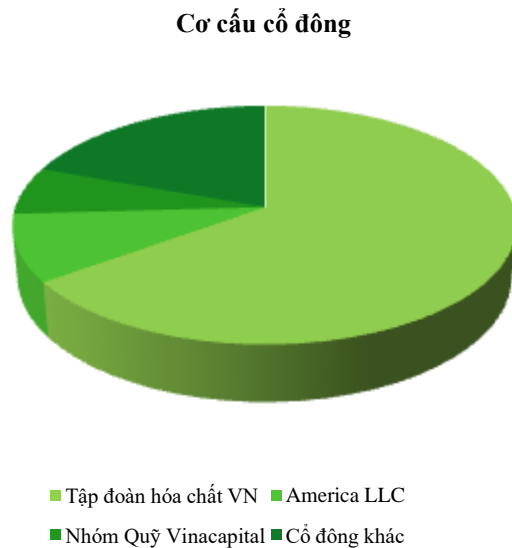
Tập đoàn hóa chất Việt Nam – Vinachem đang là cổ đông sở hữu và nắm mọi quyền chi phối tại CSV. Ngoài ra còn có các quỹ đầu tư tài chính như Americal LLC, Vietnam Investment Limited.. Mặc dù nhóm cổ đông lớn nước ngoài nắm giữ hơn 15% vốn cổ phần nhưng hội đồng quản trị của CSV không có thành viên đại diện cho nhóm cổ đông này. **Điều này cho thấy mọi định hướng chiến lược của CSV sẽ phụ thuộc toàn bộ vào mục tiêu của công ty mẹ là tập đoàn Vinachem.**

Thời gian gần đây, Americal LLC cũng đang thoái hầu như toàn bộ số lượng cổ phiếu nắm giữ tại CSV. Đây là yếu tố tác động tiêu cực mà các NĐT cá nhân cần theo dõi.

Đánh giá bộ máy quản trị doanh nghiệp hiện tại, hầu hết các thành viên trong ban lãnh đạo đều đã làm việc và gắn bó lâu dài cùng công ty với độ tuổi trung bình > 55 tuổi. **Thu nhập trung bình của người lao động liên tục tăng qua các năm với CAGR hơn 11%.** Tuy nhiên tổng chi phí quản lý doanh nghiệp không tăng quá nhanh do số lượng người lao động của doanh nghiệp cũng sụt giảm mạnh. **Với chính sách lương tăng nhanh cùng với xu hướng số lượng lao động bình quân giảm như CSV sẽ đồng thời tác động đến hoạt động của doanh nghiệp ở cả hai chiều.** Về cơ bản, khi thu nhập tăng lên công ty sẽ giữ chân nhân sự chất lượng cao, tuy nhiên thước đo thành công của chính sách này là doanh thu và lợi nhuận của công ty cũng phải gia tăng tương ứng. Tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận mà CSV đạt được lại không tăng trưởng nhanh như vậy. VCBS đánh giá chính sách hiện tại sẽ để đẩy CSV vào tình trạng nhân sự lâu năm tăng cao thay vì mang tính kế thừa,

BÁO CÁO LẦN ĐẦU CSV

bằng chứng là độ tuổi trung bình của ban quản lý của doanh nghiệp đều ở mức cao.



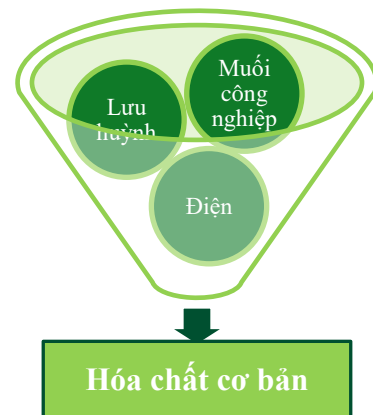
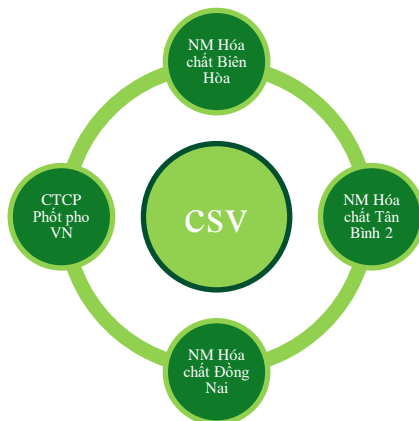
Nguồn: VCBS tổng hợp

VCBS đánh giá với chính sách tiền lương và cơ cấu nhân sự ban lãnh đạo như trên, CSV sẽ khó có sự bức phá trong hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, VCBS kỳ vọng sau năm 2021, với sự dẫn dắt của TGD mới mà VCBS đánh giá là đủ trẻ và đủ kinh nghiệm có thể giúp CSV có chiến lược kinh doanh đột phá hơn đặc biệt trong giai đoạn công ty gia tăng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho hoạt động tái đầu tư.

ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Lĩnh vực hoạt động và các nhóm sản phẩm chính

CSV đang sở hữu 3 nhà máy hóa chất cơ bản và một công ty con sản xuất photpho tại Lào Cai. Trong đó, dòng sản phẩm hóa chất cơ bản chính mà CSV sản xuất bao gồm: Gốc Na+; Gốc Cl-; Gốc SO₄-; Gốc PO₄-. Trong đó, sản phẩm xút, axit clohidric (HCl) và axit sunfuric (H₂SO₄), photpho vàng (P₄) là những sản phẩm chính của CSV.



Nguồn: VCBS tổng hợp

BÁO CÁO LẦN ĐẦU CSV

Ứng dụng của các sản phẩm hóa chất cơ bản mà CSV kinh doanh là rất đa dạng, chủ yếu là nguyên liệu để sản xuất công nghiệp và sản phẩm dân dụng khác như chất tẩy rửa, dệt nhuộm, phân bón và xử lý nước... Đây hầu hết là các sản phẩm thiết yếu và có mối tương quan mật thiết với tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam.

Cơ cấu đầu vào

Muối công nghiệp, lưu huỳnh và điện là ba nguyên nhiên vật liệu chính cấu thành trong chi phí sản xuất hóa chất công nghiệp của CSV.

Cơ cấu nguyên vật liệu đầu vào

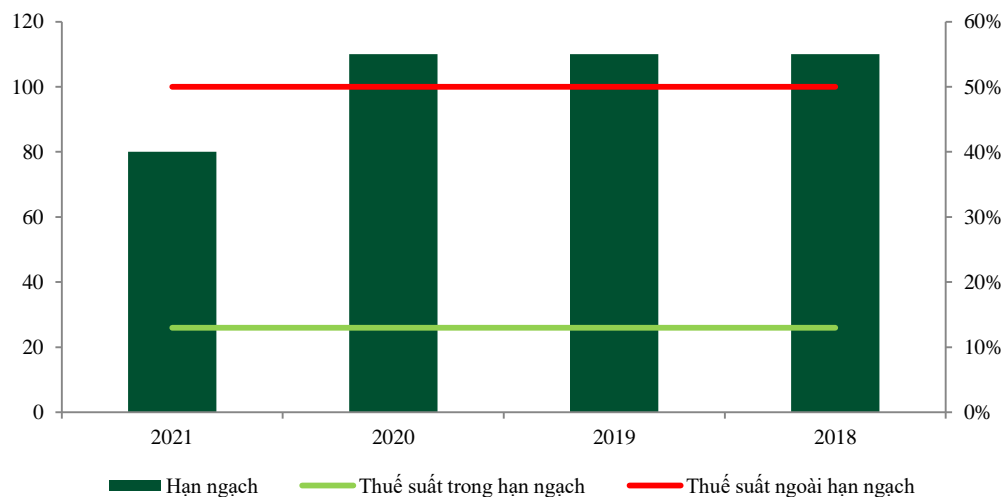


Nguồn: VCBS tổng hợp

❖ Muối Công nghiệp

Việt Nam là quốc gia có điều kiện thuận lợi để phát triển ngành sản xuất muối đặc biệt là khu vực Nam Trung Bộ và Nam Bộ. Do đó, năng lực sản xuất trong nước lớn dẫn đến tình trạng cung vượt cầu thường xuyên xảy ra. Muối bao gồm 2 loại là muối ăn và muối công nghiệp. Mặc dù muối sản xuất tại Việt Nam có độ mặn cao, tuy nhiên, muối sản xuất thủ công của Việt Nam hiện chỉ có hàm lượng đạt khoảng 92%, lại chứa nhiều tạp chất... nên những loại muối này chưa đảm bảo tiêu chuẩn là muối công nghiệp.

Hạn ngạch nhập khẩu muối công nghiệp



Nguồn: VCBS

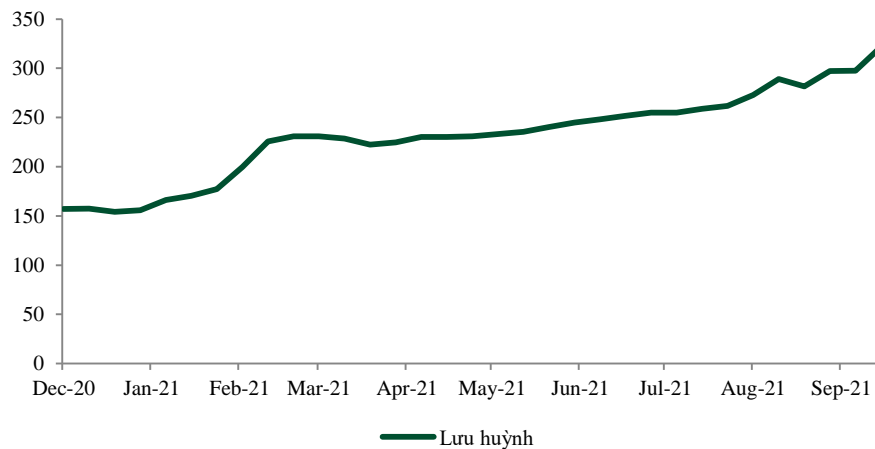
Do đó, hằng năm các đơn vị sản xuất xút – clo như CSV phụ thuộc vào hạn ngạch muối nhập khẩu của chính phủ. Trong năm 2020, hạn ngạch muối nhập khẩu mà CSV được cấp là 20,000 tấn trên tổng số 110,000 tấn cả

nước. VCBS ước tính sản lượng muối công nghiệp cần thiết cho 40,000 tấn xút công suất thiết kế của CSV là hơn 60,000 tấn. Do đó, CSV phải mua thêm muối công nghiệp ngoài hạn ngạch với mức thuế suất 50% nếu công ty gia tăng công suất trong tương lai hoặc chính phủ hạ thấp hạn ngạch.

❖ Lưu huỳnh

Lưu huỳnh là nguyên liệu 100% được nhập khẩu hoàn toàn từ nước ngoài. Trung Quốc, Mỹ, Canada và Nga là những quốc gia sản xuất lưu huỳnh hàng đầu trên thế giới. Trong đó, Trung Quốc vừa là nhà sản xuất vừa là nhà tiêu thụ lớn nhất thế giới. Do đó diễn biến giá lưu huỳnh phụ thuộc rất nhiều vào tình hình thị trường Trung Quốc. Lưu huỳnh tại Trung Quốc được chủ yếu sử dụng trong quá trình sản xuất phân lân trộn. Khi tình hình sản xuất và chế biến nông sản gặp bất lợi sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón – gián tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ lưu huỳnh. Trong 1H.2021 giá các sản phẩm phân bón tăng mạnh, đặc biệt là các sản phẩm phân DAP có nguyên liệu từ lưu huỳnh và ammonia. Giá phân DAP bị biến động mạnh do Mỹ áp thuế chống trợ cấp lên các sản phẩm của Morocco và Nga làm ảnh hưởng đến giá phân DAP toàn cầu.

Lưu huỳnh



Nguồn: VCBS tổng hợp, Sunsir

Giá lưu huỳnh thế giới vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt đặc biệt khi tình hình sản xuất trong nước tại Trung Quốc đang gặp các vấn đề về tiêu thụ năng lượng. Do đó, VCBS cho rằng giá lưu huỳnh sẽ tiếp tục tăng lên mức 350 USD/thùng trong Q4.2021.

❖ Điện

Chi phí điện chiếm 40% trong quá trình sản xuất xút và 28% trong tổng chi phí sản xuất của CSV. Năm 2021 được xem là một năm hạ nhiệt của thị trường điện do ảnh hưởng của dịch COVID 19 dẫn đến tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện giảm mạnh, tương đương giá điện trên thị trường cũng không có sự đột biến như trong năm 2018. VCBS đưa ra đánh giá biến động về giá điện đối với CSV trong ngắn hạn và dài hạn:

Ngắn hạn: Trong 6 tháng đầu năm 2021, giá điện bình quân vẫn giữ ở mức thấp do tác động của dịch COVID – 19 và tình hình thủy văn thuận lợi. Trong 2H.2021, VCBS dự báo đây là một năm bùng nổ nguồn cung sản xuất điện, do một loạt các dự án điện năng lượng tái tạo được triển khai từ cuối năm 2019 – 2021. Cùng với đó là hiện tượng thời tiết trung tính giữa La Nina và El Nino sẽ góp phần duy trì sản lượng điện của các nhà máy thủy điện. Ngoài ra, xét trên tình hình kinh tế vĩ mô hiện tại, chính phủ đang áp dụng chính sách nới lỏng tài khóa với mặt bằng lãi suất thấp cùng đầu tư công tăng cao để kích thích tăng trưởng kinh tế hồi phục sau COVID. Việc chính phủ kiềm chế lạm phát sau khi nới lỏng tài khóa là rất quan trọng để ổn định kinh tế vĩ mô. Do đó, VCBS đánh giá rủi ro gia tăng giá điện trong cuối năm 2021 và đầu 2022 là không

quá cao.

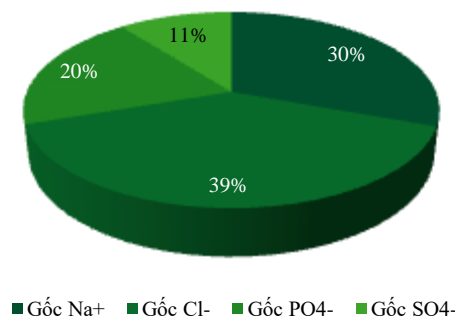
Dài hạn: Giá điện bán lẻ bình quân tại Việt Nam hiện tại đang thuộc nhóm thấp so với mặt bằng chung của thế giới. Cụ thể giá điện của Việt Nam hiện tại là 0.08USD/kwh chỉ bằng ½ giá điện bình quân thế giới. VCBS nhận thấy cơ sở giá điện thấp được chính phủ xây dựng dựa trên việc phát điện của các nhà máy điện khí với mức chi phí rẻ. Hiện tại, với sự sụt giảm nhanh của các mỏ khí cũ trong nước, việc tăng chi phí đầu vào do thay đổi nguồn nguyên liệu thay thế như LNG hoặc các mỏ dầu khí mới có sự tham gia của các NĐT nước ngoài với chi phí khai thác cao sẽ đẩy giá bán của các nhà máy điện trong tương lai. Do đó, VCBS nhận thấy rủi ro lớn về chi phí giá điện đối với CSV trong dài hạn.

Giải pháp đối với các doanh nghiệp có chi phí điện chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn là nên thực hiện đầu tư các nhà máy điện để tối ưu hóa và khép kín quy trình sản xuất, cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Cơ cấu đầu ra

Gốc Na+: Hiện tại gốc Na+, CSV đang kinh doanh 2 nhóm sản phẩm chính là NaOH (Xút) và Na₂SiO₃ (Natri Silicate). Ứng dụng của 2 sản phẩm này rất rộng và phụ thuộc nhiều vào sản xuất công nghiệp các ngành như dệt may, chế biến gỗ...

Cơ cấu sản phẩm



Nguồn: CSV, VCBS tổng hợp

Na₂SiO₃ được sản xuất từ NaOH do đó giá 2 sản phẩm này diễn biến đồng pha với nhau. Hiện tại, sản phẩm xút đặc nhập khẩu từ Trung Quốc đang chiếm gần 40% tổng nguồn cung trong nước. Do đó, giá tiêu thụ nội địa phụ thuộc vào diễn biến giá xút đặc nhập khẩu từ Trung Quốc.

Gốc Cl-: Clo sau quá trình điện phân sẽ được sử dụng để sản xuất các sản phẩm như Axit Clohidric, Clo lỏng, Javel, PAC, FeCl₃, Cloramin B... Đây là các hợp chất có ứng dụng nhiều trong sản xuất dân dụng như chất tẩy rửa, lọc nước, khử khuẩn...

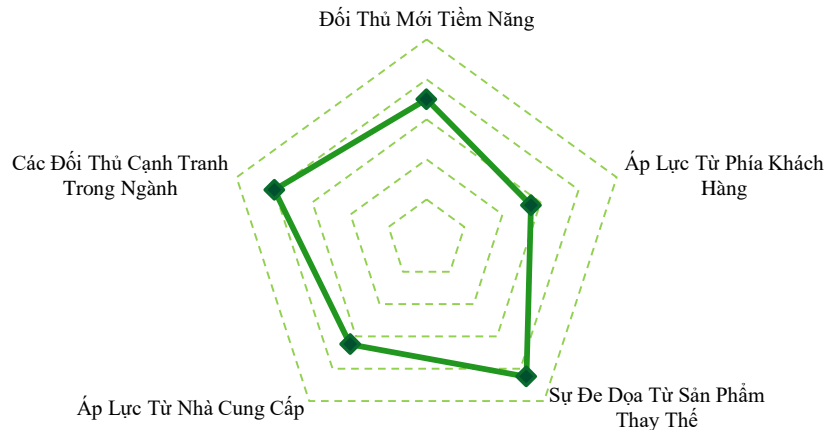
Gốc PO4-: Từ nhà máy Phốt pho Việt Nam sản xuất Phốt pho vàng – P4, CSV chế biến sâu thêm sản phẩm Axit Photphoric. Do công nghệ của nhà máy đã cũ do đó với mức giá P4 dao động ở mức 3,000 – 3,500 USD/tấn CTCP Phốt Phô Việt Nam vẫn hoạt động lỗ ở EBITDA. VCBS kỳ vọng, với mức giá P4 trên thị trường thế giới ở mức cao 6,000 – 7,000 USD/tấn, CSV có thể ghi nhận lợi nhuận từ công ty con này.

Gốc SO4-: CSV nhập toàn bộ lưu huỳnh để sản xuất Axit Sunfuric và phèn nhôm, ứng dụng chủ yếu của các sản phẩm này dùng cho ngành công nghiệp dệt nhuộm và sản xuất giấy. Biên lợi nhuận gộp mảng này dao động quanh mức 15-20% tùy vào diễn biến giá lưu huỳnh và tồn kho của CSV.

Phân tích 5 yếu tố cạnh tranh của Porter

VCBS phân tích các yếu tố cạnh tranh của CSV

Figure 6: Porter's Five Forces Model



Nguồn: VCBS tổng hợp

Rủi ro rào cản gia nhập ngành: VCBS đánh giá rủi ro gia nhập ngành hiện tại của mảng hóa chất là rất thấp, do các vấn đề về yếu tố môi trường và định hướng phát triển của chính phủ Việt Nam. Hầu hết các đơn vị sản xuất hóa chất cơ bản như CSV, HVT và DGC đều là thành viên trong Tập đoàn Hóa chất Việt Nam. Tỷ lệ những dự án hóa chất mở mới từ một tập đoàn ngoài nhà nước được cấp phép đầu tư là không cao.

Áp lực từ phía Khách hàng: Khách hàng ít có sự đàm phán về giá do mức độ tập trung và quy mô sử dụng các sản phẩm hóa chất cơ bản là không cao. Thay vào đó, mức độ tập trung của các nhà cung cấp trên thị trường lại rất lớn. Top 5 doanh nghiệp đầu chiếm hơn 40% thị phần hóa chất cơ bản cả nước.

Sự đe dọa từ sản phẩm thay thế: Các sản phẩm hiện tại như xút – clo, axit sunfuric đều là các hóa chất nguyên liệu cơ bản được sử dụng để sản xuất các sản phẩm thiết yếu trong đời sống khác. Với công nghệ hiện tại, con người vẫn chưa tìm ra các loại nguyên liệu khác để thay thế.

Áp lực từ nhà cung cấp: Hai nguyên liệu chính trong ngành sản hóa chất cơ bản nói chung và xút nói riêng là Muối công nghiệp và Điện như VCBS đã trình bày. Thị trường điện ở Việt Nam vẫn chịu sự quản lý từ chính phủ dưới giám sát của EVN, do đó ảnh hưởng của EVN lên giá điện là rất lớn. Hầu như các doanh nghiệp có chi phí điện cao trong hoạt động sản xuất kinh doanh đều chịu rủi ro lớn từ giá điện của chính phủ. Còn đối với nguyên liệu muối công nghiệp, việc cấp hạn ngạch của chính phủ ảnh hưởng rất lớn đến các doanh nghiệp chế tạo xút do chênh lệch giữa giá mua trong hạn ngạch và ngoài hạn ngạch.

Các đối thủ cạnh tranh trong ngành: Trong ngành hóa chất hiện tại, các đối thủ chính của CSV bao gồm: Hóa chất Việt Trì + Hóa chất Đông Á (Miền Bắc), Hóa chất Đức Giang (Miền trung)... Ở khu vực miền Nam, không có doanh nghiệp nào đủ quy mô hoặc dây chuyền sản xuất để cạnh tranh với CSV.

TRIỂN VỌNG & RỦI RO

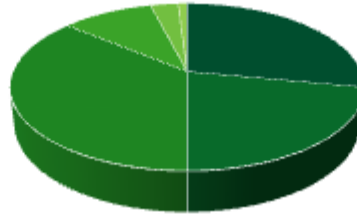
Tốc độ tăng trưởng ngành duy trì ở mức cao

Ngành hóa chất là một trong những ngành gắn liền với tốc độ tăng trưởng GDP của quốc gia do nhu cầu các sản phẩm hóa chất là chỉ tiêu tiêu dùng và sản xuất công nghiệp cơ bản nội địa.

Đối với thị trường xút Việt Nam – sản phẩm tiêu biểu của CSV, VCBS đánh giá dự địa phát triển của toàn ngành mặc dù không quá cao ở mức 8 – 9%/năm. Tuy nhiên, do tổng nguồn cung trong nước chỉ chiếm 25% tổng nhu cầu toàn thị trường, do đó việc mở rộng thị trường gia tăng thị phần đối với các doanh nghiệp sản

xuất trong nước là hoàn toàn có thể.

Ứng dụng Xút



• Hóa chất vô cơ • Giấy • Hóa chất hữu cơ • Xử lý bề mặt • Sản xuất Alumin • Dệt may

Nguồn: VCBS tổng hợp

VCBS không quá lo ngại về sản lượng bán xút của CSV trong tương lai, thay vào đó VCBS lo ngại về diễn biến giá trên thị trường Việt Nam. Giá xút dao động trong một biên độ rất rộng và phụ thuộc nhiều vào thị trường Clo và Soda.

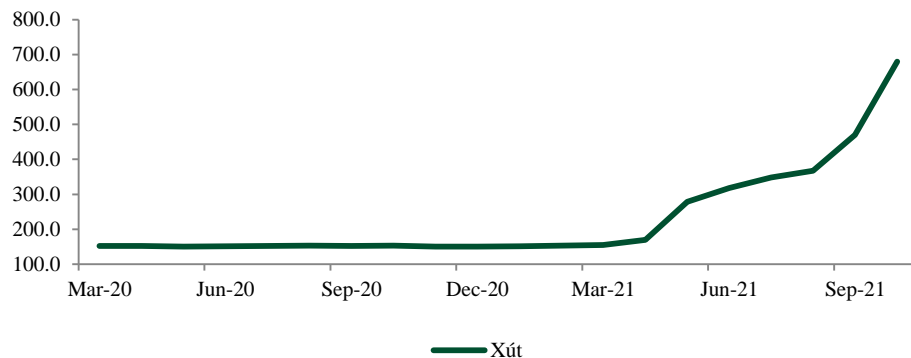
Đối với thị trường Clo Việt Nam, VCBS đánh giá thị trường tiêu thụ Clo trong nước sẽ tăng trưởng mạnh nhờ tổ hợp dự án hóa dầu long sơn đi vào hoạt động trong năm 2023. Dự kiến công suất sản xuất Vinyl Clorua (PVC) đạt 730,000 tấn/năm, tương đương 200,000 tấn Clo lỏng. Trong khi đó tổng sản lượng Clo lỏng tự sản xuất trong nước sau khi loại bỏ các sản phẩm sau Clo khác như HCL, Javen, PAC... chỉ đạt 10,000 tấn/năm. Tuy nhiên, vấn đề gặp phải ở đây là nếu sản xuất quá nhiều Clo để đáp ứng thị trường thì lượng xút dư thừa sẽ đẩy mạnh bằng chung giá xút giảm sâu, ảnh hưởng đến hiệu quả kinh tế.

VCBS cho rằng với vị thế trên thị trường hiện tại, CSV vẫn có thể gia tăng sản lượng cao hơn tốc độ tăng trưởng ngành nếu triển khai hoạt động bán hàng tốt chiếm lĩnh thị phần từ sản phẩm xút nhập khẩu. **Đặc biệt là việc nâng cấp công nghệ mở rộng chuỗi giá trị tạo lợi thế cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc.**

Chính sách của Trung Quốc vừa là triển vọng vừa là rủi ro

Giá xút: Như đã phân tích trong phần ngành tại Việt Nam, giá xút trong nước phụ thuộc rất nhiều vào giá xút của Trung Quốc. Ngành sản xuất xút là một trong những ngành có tác động xấu đến môi trường và tiêu hao nhiều năng lượng.

Xút



Nguồn: VCBS tổng hợp

Với chính sách cắt giảm sản lượng xuất khẩu các ngành hàng tiêu tốn nhiều năng lượng và tác động môi trường hiện tại. VCBS đánh giá, đây sẽ là yếu tố tác động tích cực đến giá sản phẩm xút trong khu vực trong thời gian tới. Cũng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho CSV khi biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đang có dấu hiệu co hẹp lại.

Ngoài ra, nhu cầu sử dụng xút tại Trung Quốc ở giai đoạn hiện tại theo VCBS sẽ bùng nổ nhờ nhu cầu sản xuất nhôm tăng mạnh. Giá nhôm tạo đỉnh và nhiều nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ giúp cho nhu cầu tiêu thụ xút trong quá trình khai thác quặng Bauxit hồi phục trở lại.

Yếu tố nguồn cung đang được thắt chặt trong khi nhu cầu tăng mạnh trở lại đang là động lực chính để giá xút nội địa Trung Quốc tăng mạnh. VCBS dự báo giá xút có thể sẽ tiếp tục tăng ít nhất cho đến Q1.2022 khi tình hình căng thẳng trong nhu cầu tiêu thụ năng lượng hạ nhiệt.

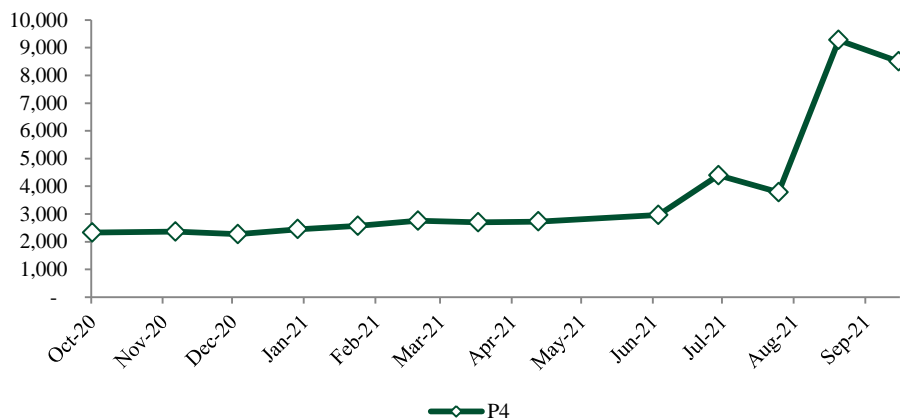
Giá Phốt pho vàng: Với công suất sản xuất 6,000 tấn/năm, doanh thu đóng góp từ mảng phốt pho vàng hằng năm của CSV là 100-150 tỷ đồng và LNST đạt 5-10 tỷ đồng. Tuy nhiên diễn biến giá P4 nội địa Trung Quốc cũng như thế giới hiện tại đang rất tích cực. Trong tháng 8-9, diễn biến giá P4 nội địa Trung Quốc bất ngờ tăng vọt 200% lên mức 8,000-9,000 USD/tấn. Đây là mức giá gây bất ngờ cho hầu hết các nhà cung cấp P4 trên thị trường thế giới.

Nguyên nhân dẫn đến giá P4 nội địa Trung Quốc tăng mạnh vẫn đến từ các nguyên nhân mà VCBS đã đưa ra trong các báo cáo cập nhật trước như sự thiếu hụt năng lượng trầm trọng nội địa Trung Quốc và các vấn đề về môi trường.

Tình trạng thiếu hụt năng lượng được dự báo sẽ tiếp tục nghiêm trọng vào mùa đông do nhu cầu khí đốt sưởi ấm tăng mạnh. Do đó, VCBS dự báo giá P4 nội địa Trung Quốc vẫn sẽ giữ ở mức cao này ít nhất đến đầu năm 2022.

Với mức giá như hiện tại, lợi nhuận sau thuế tại CTCP Phốt Phô Việt Nam có thể đạt 50 tỷ/năm đóng góp vào lợi nhuận hợp nhất của CSV

Diễn biến giá P4 nội địa Trung Quốc



Nguồn: VCBS tổng hợp, Sunsir

Tuy nhiên giá bán như con dao 2 lưỡi đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Thông thường tại các thị trường phát triển các hợp đồng kỳ hạn và tương lai được sử dụng để giảm thiểu sự tác động của biến động giá.

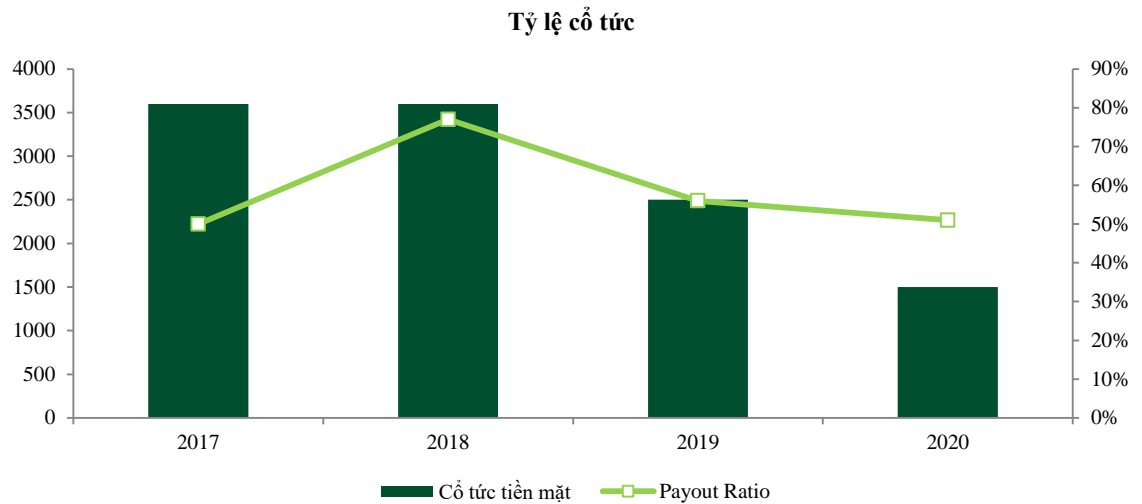
Trong trường hợp giá xút có biến động tiêu cực sẽ ảnh hưởng rất lớn đến cả định giá và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

BÁO CÁO LẦN ĐẦU CSV

Rủi ro từ việc di dời nhà máy + Áp lực điều chỉnh giá nội bộ tập đoàn

Việc di dời 3 nhà máy tại KCN Biên Hòa là rủi ro hiện hữu mà CSV phải đối mặt. Chi phí di dời nhà máy ước tính lên đến 1,700 Tỷ đồng. CSV buộc phải sử dụng nợ vay để tài trợ cho dự án di dời nhà máy này do khoản tiền mặt mỗi năm tại công ty đã phải sử dụng cho mục đích trả cổ tức. Tỷ lệ tài trợ vốn cho dự án là 30% VCSH + 70% nợ vay. Việc kéo dài di dời hoặc thực hiện di dời trong giai đoạn đầu sẽ tác động tiêu cực đến triển vọng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, VCBS đánh giá việc di dời là bắt buộc phải thực hiện cho mục tiêu dài hạn để đảm bảo các công tác an toàn hoạt động và mở rộng công suất.

Với mức tỷ lệ lợi nhuận giữ lại của CSV trong 5 năm qua trung bình ở mức 65% có thể thấy rất khó để CSV duy trì tỷ suất cổ tức cao trong giai đoạn tiếp theo.



Áp lực điều chỉnh giá bán nội bộ tập đoàn: Hiện tại, CSV đang bán hàng các sản phẩm liên quan đến các đơn vị cùng tập đoàn như LIX, SFG, NET... Việc áp dụng mức giá ưu đãi cho các đơn vị này là có thể xảy ra, tuy nhiên tỷ trọng bán hàng tại các đơn vị này hằng năm là không quá lớn <10% tổng doanh thu của CSV.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Theo quan điểm của VCBS, diễn biến giá xút thế giới bùng nổ bởi những yếu tố mang tính ngắn hạn (< 1 năm) như tình trạng giá năng lượng tăng trên toàn cầu cũng như yếu tố thủy văn bất lợi tại Trung Quốc.

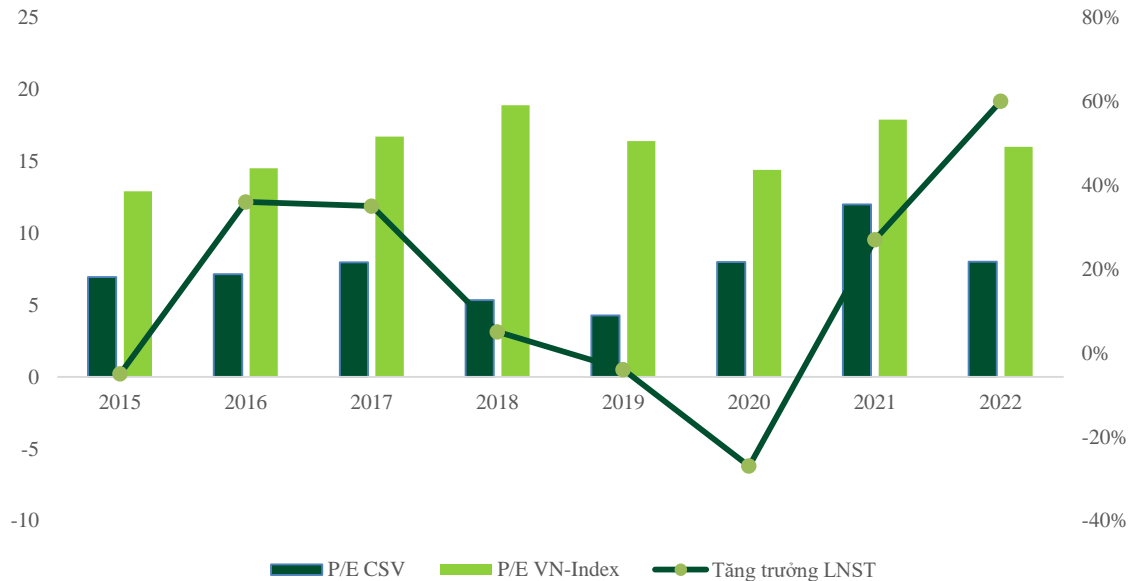
Do đó, VCBS sử dụng phương pháp P/E để định giá CSV tại thời điểm cuối năm 2021 và đầu năm 2022.

GIA ĐỊNHH	Q4.2021
- Giá Muối công nghiệp (USD/tấn)	200
- Giá xút (USD/tấn)	750
KẾT QUẢ KINH DOANH	
- Doanh thu	1,530
- Lợi nhuận sau thuế	237
- Cổ tức	15%
ĐỊNH GIÁ	
- P/E	70,000
- P/E Fwd	13
- P/E Fwd 2022	
GIA MỤC TIÊU	70,000
- Upside %	+45%

BÁO CÁO LẦN ĐẦU CSV

VCBS dự phóng doanh thu và lợi nhuận của CSV trong năm 2021 đạt 1,530 tỷ đồng (+14.3%) và 237 tỷ đồng (+32.5% YoY) – tương đương 5,358 VNĐ/cp.

Lịch sử định giá



Giả định giá xút trên thị trường nội địa ảnh hưởng rất nhiều đến hệ số định giá của CSV do đây là yếu tố chính quyết định tăng trưởng của doanh nghiệp. Nếu giá xút tiếp tục duy trì theo giả định của VCBS trên mức 650 USD/tấn sẽ giúp CSV tăng trưởng mạnh trong năm 2022. **Mức P/E Fwd của doanh nghiệp sẽ giảm xuống còn 8 lần. Đây là con số hợp lý với mức tăng trưởng của CSV trong năm 2022.**

Dự phóng KQKD CSV

Kết quả kinh doanh	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	1,566,274	1,338,910	1,529,814	1,892,147
- Giá vốn hàng bán	1,124,901	975,315	1,098,445	1,232,497
Lợi nhuận gộp	441,373	363,595	431,370	659,650
- Chi phí bán hàng	70,193	70,769	74,961	92,715
- Chi phí quản lý DN	61,700	66,767	71,901	88,931
Lợi nhuận thuần HĐKD	309,479	226,060	284,507	478,004
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	16,730	12,482	18,744	20,345
- Lợi nhuận khác	-131	-426	3,283	909
EBIT	326,078	238,116	306,535	499,258
- Chi phí lãi vay	11,476	12,540	6,381	6,345
Lợi nhuận trước thuế	314,602	225,576	300,153	492,913
- Thuế TNDN	63,458	45,309	60,289	99,007
LNST	251,144	180,266	239,864	393,906
- Lợi ích cổ đông thiểu số	5,497	1,546	3,022	5,654
LNST của cổ đông CT Mẹ	245,647	178,721	236,842	388,252
Tăng trưởng	-2.7%	-27.2%	32.5%	63.9%

Nguồn: VCBS

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: MUA Giá cổ phiếu CSV đã trải qua một giai đoạn tăng trưởng rất tốt nhờ kỳ vọng của thị trường khi giá xút nội địa tăng mạnh lên mức 450-500 USD/tấn trong Q3.2021. Tuy nhiên, ảnh hưởng của dịch COVID – 19 trong Q3 đã tác động mạnh mẽ đến sản lượng bán hàng của doanh nghiệp, điều này là rất rõ ràng vì VCBS đã phân tích các sản phẩm của CSV gắn liền với các chỉ tiêu sản xuất công nghiệp nội địa. Do đó, kết quả kinh doanh của CSV thể hiện sự sụt giảm so với kỳ vọng của thị trường dẫn đến giá cổ phiếu sụt giảm mạnh từ đỉnh trong khi diễn biến giá xút trên thị trường vẫn tiếp tục tăng tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của CSV trong Q4.2021.

VCBS cũng nhận thấy CSV đã ghi nhận hầu hết các loại chi phí có thể trích trước vào KQKD Q3.2021 của doanh nghiệp như chi phí tiền điện, vận chuyển, thuê tài sản và truy thu tiền thuê đất... Với tổng giá trị là gần 14 tỷ.

Do đó, VCBS đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu CSV với mức giá mục tiêu 70,000 VNĐ/cp – tương đương mức sinh lời 45%.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Ngô Duy Tài

Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

ndtai@vcbs.com.vn